

中报点评 27 | 世茂集团：去化率滑坡，大飞机战略反哺主业

【去化率滑坡，城市覆盖有余但深耕不足】上半年世茂实现签约金额 1104.8 亿元，同比增长 10.1%，完成全年销售目标的 36.8%。销售增速位列 TOP10 第二，主要得益于合作开发撬动规模提速，以及新进入城市数量不断扩大。世茂城市覆盖有余，但深耕效能略显乏力，2017 年至今年均单城市产能维持 21 亿元左右，与深耕型头部房企存在差距。上半年世茂平均去化率大幅下滑至 40.5%，不过下半年其可售货值充裕且结构健康，完成全年目标压力不大。

【拿地权益比离目标权益比 65%尚存差距】世茂上半年拿地态度相对积极，拿地销售比 0.59，远高于同期 TOP10。2020-2024 年被管理层定义为做强权益利润阶段，但期内世茂拿地权益比 59.5%，离目标权益比 65%尚存差距。世茂持续布局三四线，三四线拿地建面占比 45%，未来三四线去化或将面临潜在风险。世茂土储资源优质，大湾区和长三角货值合计占比过半，总货值超 14500 亿，可满足未来 5-6 年结算需求。

【盈利水平稳健，财务结构保持合理水平】期内世茂实现地产开发结转收入 614.66 亿元，同比增长 15.46%。综合毛利率为 30.23%，同比增加 0.14pct，毛利指标优于净利润指标，主要源于合作开发比例上升、费用率上升和投资物业重估减少。上半年末世茂持有现金为 699.21 亿元，较期初增长 17.3%，现金短债比明显提升至 1.77，长短债务比 2.57，财务结构目前仍保持合理区间。

【营收和利润增长保障不足】值得关注的是，世茂预收账款对结转收入的覆盖倍数处于龙头房企的较低水平。上半年末，龙头房企预收账款/结转收入平均是 1.86，而世茂仅有 0.77，或将影响企业未来营收和利润增长。结合企业销售去化率下滑，或将给企业现金流带来一定的压力。

【子板块分拆上市可期】上半年世茂房地产正式更名为世茂集团，同时启动大飞机战略，以商业、酒店、物管及金融为双翼，协同主业发展。物管引入红杉和腾讯后，6月向联交所递交招股书，年底可能实现上市。受疫情影响，上半年酒店收入和EBITDA双双下滑，EBITDA率22%，年内计划开业2家酒店。世茂商业目前已进驻28个城市，拥有51个商业项目，其中28个已开业，期内实现商业EBITDA4.5亿元，同比增加11.8%。随着酒店和商业板块持续发展投入，未来谋求分拆上市可期。

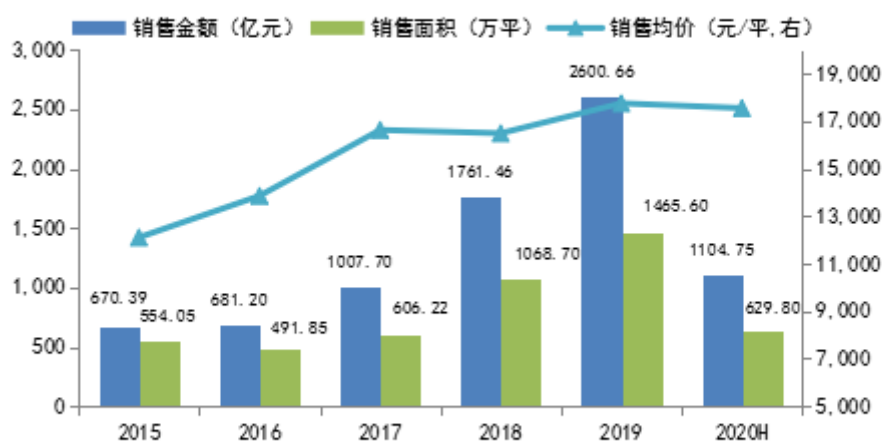
1 销售

去化率滑坡
城市覆盖有余但深耕不足



2020年上半年，世茂集团实现全口径合同销售额和面积分别为1104.8亿元、629.8万平，分别同比增长10.1%和13.3%，完成全年销售目标3000亿元的36.8%。销售金额和面积的增速均位列TOP10第二，且远高于TOP20销售增速（金额+0.2%，面积+3.8%）。

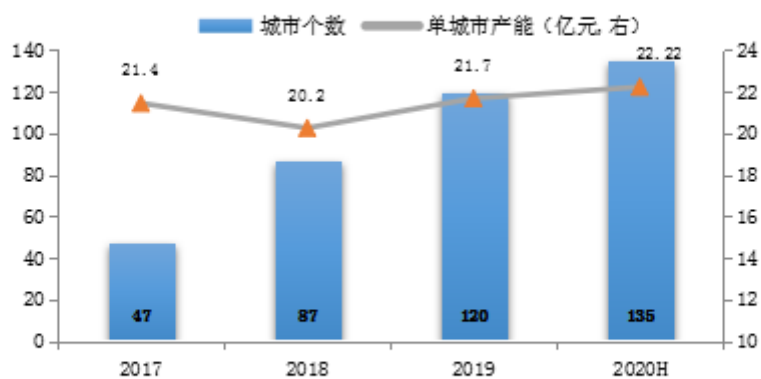
图：2015-2020年中期世茂集团合约销售额及销售均价



数据来源：企业业绩公告、CRIC

销售增速维持稳健增长，一方面归因于 2016 年开始世茂通过合作杠杆撬动规模增长，拿地权益比近年来都维持在 60% 上下，低于行业均值，但过多的合作开发或将稀释归母净利。另一方面，缘于世茂不断扩大新进入城市数量，至 2020 年上半年累计布局 135 城，一二线热点城市实现全覆盖。但是世茂覆盖有余，而深耕不足，期内前五城市对销售额的贡献占比 33%，2017-2020 年中期年均单城市产能基本都在 21 亿元上下，与深耕型头部房企存在差距。

图：2017-2020 年中期世茂集团年均单城市产能



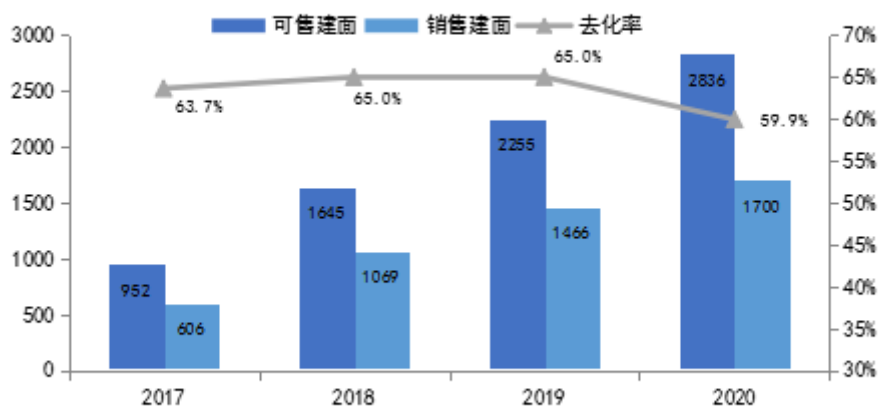
备注：20H 年均单城市产能按全年销售目标/当前布局城市数计算；

数据来源：企业业绩公告、CRIC

值得关注的是，上半年世茂可售货值建面为 1557 万平，平均去化率仅为 40.5%，与 2019 全年平均 65% 的去化率相比大幅下降。销售规模稳健增长的同时，销售面积去化率下滑或将重导库存积压问题。

下半年可售货值充裕且结构健康，全年 3000 亿目标完成压力不大。2020 年下半年世茂计划新供建面 1279 万平，加上目前现房库存 191 万平和前期滚存的 736 万平，下半年累计可售总建面达 2206 万平。世茂上半年已实现签约面积 629.8 万平，下半年去化率 48.5% 即可完成目标，叠加下半年可售货值结构健康，新货占比 59%，一二线强三四线布局占比 87%，全年目标完成压力不大。

图： 2017-2020 年中期世茂可售货值及销售建面



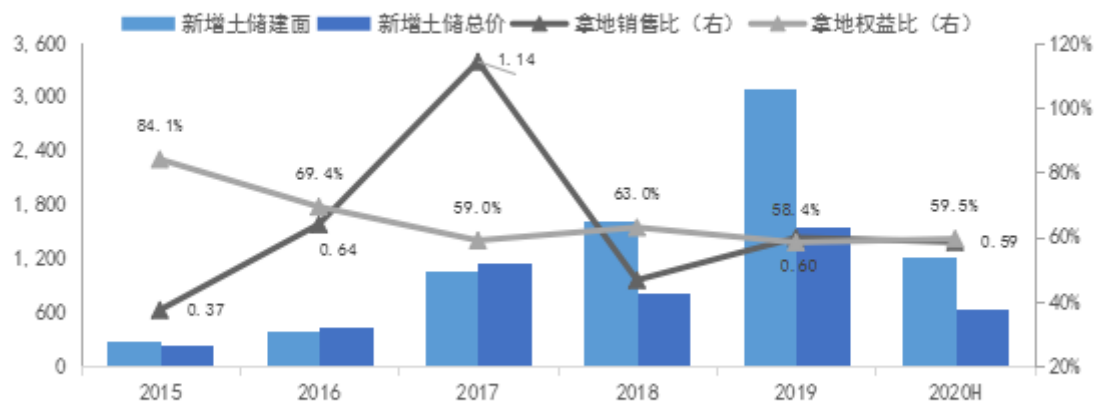
数据来源：企业业绩公告、CRIC

2 投资

拿地权益比离目标权益比 65%尚存差距

世茂投资节奏相较于 2019 年上半年的投拓高基数有所下滑，但与前期维持平滑过渡，**拿地态度相对积极**。期内世茂实现拿地金额 646.56 亿元，同比减少 18%，拿地面积同比减少 13%至 1232.3 万平，**拿地销售比 0.59**，远高于同期 TOP10 拿地销售比均值 0.3。值得关注的是，2017-2019 年被管理层定义为做大规模阶段，出于规模扩张的诉求，世茂 2016 年开始加大合作力度，拿地权益比由 2015 年的 84%下降到 2019 年的 58%。同时，管理层又将 2020-2024 年视为做强权益利润阶段，但 2020 上半年世茂**拿地权益比 59.5%**，离目标权益比 65%尚存差距，待期内新土储于两年后入账仍将稀释权益利润。

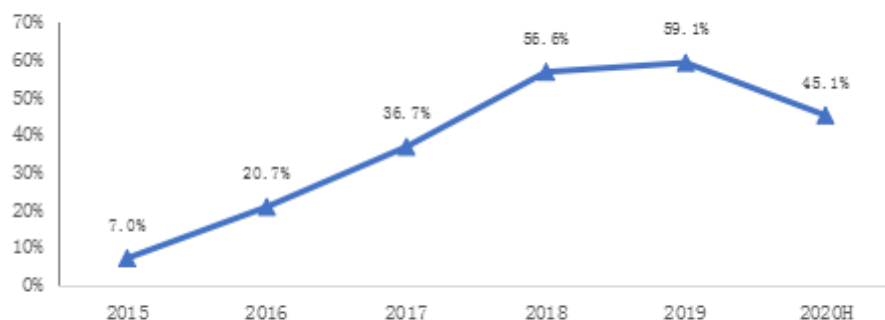
图：2015-2020 年中期世茂集团新增土储情况



备注：拿地销售比和拿地权益比都是按照金额计；数据来源：企业业绩公告、CRIC

拿地结构上，上半年世茂持续布局三四线，世茂三四线拿地建面占比达 45%（仅统计拿地总价 10 亿以上的项目），而一线和二线占比分别为 5%和 50%。从权益比来看，世茂三四线拿地金额的权益比为 66%，高于一二线拿地权益比（一线：42%，二线：58%）。世茂是于 2017 年棚改红利尾部才开始重仓三四线，且近三年来维持近半新增土储来自三四线。伴随三四线去库存红利消退，中长期来看，三四线缺乏人口和产业支撑，需求疲软，对世茂而言，三四线去化可能面临潜在风险。

图：2015-2020 年中世茂投拓能级分布（按建面）



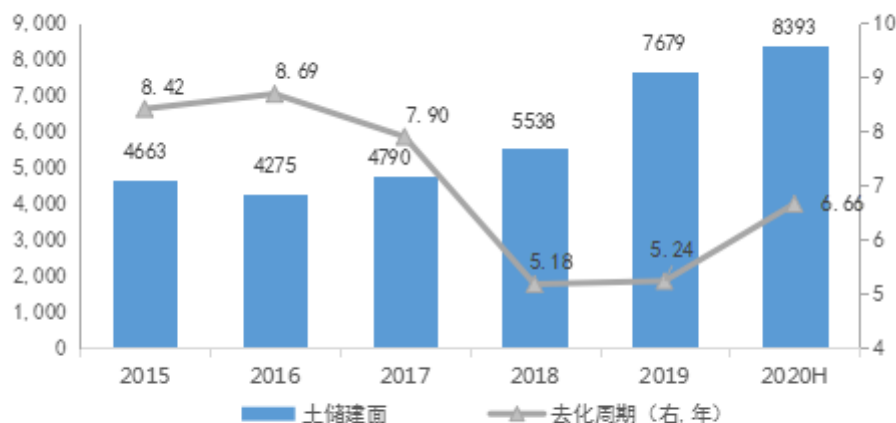
备注：20 年中仅披露了拿地总价 10 亿以上的明细，当期三四线占比只针对 10 亿以上的新土储。

数据来源：企业业绩公告、CRIC

世茂土储资源稳步增长，可满足未来 5-6 年结算需求。至 2020 年中期，世茂旗下的 423 个项目分布于全国 135 个城市，总土储建面较 2019 年底提升 9.3%至 8393 万平，总货值超 14500 亿，其中权益建面 5186 万平（权益比 62%），待开发建面 3233 万平（占比 39%），土储资源充足可保障未来 5-6 年的发展需求。去化周期相对适中，既满足规模扩张需求，又不存在挤占土地资金的考虑。世茂土储平均成本/销售均价 30%，地货比 30.5%，均处于行业前列，未来盈利空间可期待。土储结构上，世茂大湾区和

长三角货值充裕，大湾区(包括香港)总货值约 4080 亿元，占比 28.14%，长三角 3530 亿元，占比 24.34%，华北和福建货值均超 2500 亿元，分别占比 18.07%和 17.8%。

图：2015-2020 年中期世茂土储详情（单位：万平）



备注：20H 消化周期=期末总土储/（上半年销售建面*2）。

数据来源：企业业绩公告、CRIC

世茂设定的投拓红线是销售回款的 50%，即销售金额的 40%用于全年拿地。按 2020 年销售目标 3000 亿计算，2020 年世茂计划权益前拿地款约 1200 亿元，计划预留下半年权益前拿地款 553.44 亿元。若以管理层给予的目标权益比 65%计算，下半年预计权益地价支出 359.74 亿元，而上半年权益地价 384.64 亿元，上下半年投拓布局相对均衡。

3 盈利

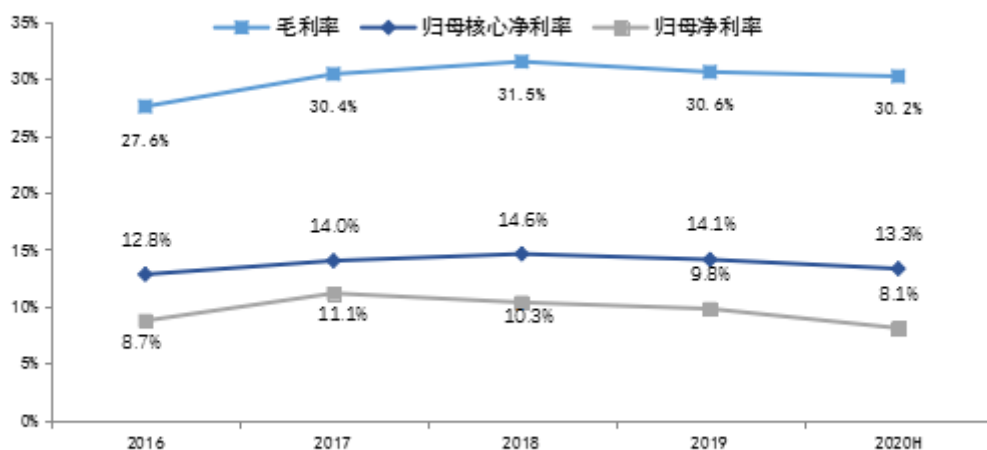
利润率维持稳健
并表减少影响利润增长

2020 年中期，世茂实现营业总收入 645.53 亿元，同比增长 14.12%，其中地产开发结转收入 614.66 亿元，同比增长 15.46%。毛利润 195.12 亿元，同比增长 14.64%，综合毛利率为 30.23%，同比增加 0.14pct；实现归母净利润 52.13 亿元，同比增长 2.11%，归母净利率 8.07%，同比减少 0.95pct。加上出售部分世茂服务权益获得税后收益 6

亿元，上半年世茂归母核心净利润 61.58 亿元，同比增长 15.99%，对应归母核心净利率 13.3%，同比减少 0.4pct。

毛利指标优于归母净利润和归母核心净利润，主要源于 1) 合作开发比例上升，带来的少数股东损益占比明显提升，2020 年中期少数股东损益占比同比提升 1.64pct 至 34.2%；2) 规模扩张导致三费相应提升，期内营销及管理费用率（费用/操盘额）同比增加 0.55pct 至 4.71%。3) 投资物业重估收益同比减少 51%至 3.09 亿元。

图：2016-2020 年中期世茂盈利指标



数据来源：企业业绩公告、CRIC

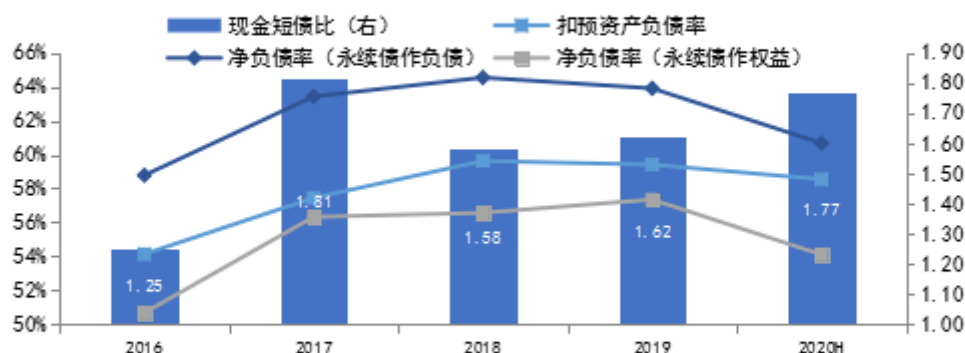
4 偿债

财务结构保持合理
融资成本优化

截至 2020 年中期，世茂有息债务 1412.32 亿，同比增长 11.6%；若算上永续债 53.91 亿，有息负债规模将达到 1466.23 亿元，同比增长+11.74%。期内世茂强化现金流管控，实现全口径销售回款 890.4 亿元，期末持有现金 699.21 亿元，较期初增长 17.3%。在此情况下，上半年末世茂净负债率较起初下降 3.24 个百分点至 54.11%，若将永续债计为负债，调整后的净负债率则较期初减少 3.22pct 至 60.68%。现金短债增加至 1.77，长短债务比提高至 2.57，财务结构目前仍相对合理。

2020 年中期，世茂平均融资成本为 5.5%，较年初减少 10bps。上半年，世茂境内公开发行的 3 年期及以上公司债等合计 111 亿元，其中世茂建设 5 月再发行 31 亿元/5 年期债券，利率为 3.2%，创世茂境内发行成本新低。境外方面，7 月发行 3 亿美元于 2030 年到期的 4.6% 优先票据，创世茂境外债券发行年期最长、利率最低的新纪录。除此之外，世茂还积极探索新型融资，2 月成功发行 8.5 亿元疫情金融产品，4 月获得市场首单武汉酒店抗疫 CMBS/ 6 年期/ 8.4 亿元的发行额度。

图：2016-2020 年中期世茂集团偿债指标



数据来源：企业业绩公告、CRIC

5 结算

营收和利润增长保障不足

值得关注的是，世茂预收账款对结转收入的覆盖倍数处于龙头房企的较低水平。上半年末，龙头房企预收账款/结转收入平均是 1.86，而世茂仅有 0.77，或将影响企业未来营收和利润增长。世茂预收账款/结转收入覆盖倍数不足 1，可能是并表比例不高所致。上半年末，世茂长期股权投资/非流动资产 20.5%，应付关联方余额 478 亿元，较年初增长 16.17%，而龙湖长期股权投资/非流动资产仅 9.8%，世茂表外可能潜在的风险也值得关注。结合企业销售去化率下滑，或将给企业现金流带来一定的压力。

表：世茂与可比房企预售/开发结转收入覆盖倍数对比

房企	2019		2020H	
	预收账款	覆盖倍数	预收账款	覆盖倍数
碧桂园	6469.96	1.36	6858.18	1.91
万科地产	5778.18	1.64	/	/
中国恒大	1297.05	0.28	/	/
融创中国	2408.18	1.51	2433.80	1.67
保利发展	3278.13	1.47	3432.37	2.55
绿地控股	3811.46	1.96	3916.66	2.03
中海地产	979.39	0.62	986.75	0.57
新城控股	1976.68	2.46	2282.54	3.31
世茂集团	746.52	0.71	946.15	0.77
华润置地	2267.20	1.78	2554.76	3.55
龙湖地产	1551.56	1.10	1953.80	2.04
均值		1.23		1.86

备注：20H 覆盖倍数=期末预收账款/（20H 开发结转收入*2）。

数据来源：企业业绩公告、CRIC

6 多元化

子板块分拆上市可期

2020 年世茂正式更名，由原先的世茂房地产更名为世茂集团；同时，正式启动大飞机战略，将以物业开发为核心主体，以商业、酒店、物管及金融为双翼，以高科技、医疗、教育、养老、文化等投资作为平衡发展的尾翼，起到反哺开发主业的作用。四大双翼中物管、商业和酒店都已孵化成熟迎来业绩收益。2020 年上半年，世茂多元化业务同比减少 7.24%至 30.87 亿元，主要是疫情影响下酒店业绩拖累所致，实现酒店收入 4.53 亿元，同比大幅减少 54.5%。而物管和商业运营收入分别为 18.99 亿元和 7.34 亿元，同比增长 18%、1.7%。

物管方面，世茂旗下的世茂服务已具备规模优势。世茂服务 5 月成功引入红杉和腾讯后，6 月底正式向联交所交表。待分拆完成上市后，世茂集团将持有世茂服务不少于 50%的权益，实现并表。世茂服务多渠道持续拓张，外拓主要依赖世茂集团。截至递交招股书（至 6 月 20 日），世茂服务合约总建面达 124.38 百万平，其中 67%来源于世茂集团，而第三方占比仅 33%。此外，世茂服务向第三方拓展依赖低价扩容战略，

第三方物业管理单价从 2017 年的 2.5 元/平大幅下滑到 2019 年的 1.5 元/平。

2017-2019 年世茂服务在管建面复合增长率 48.2%，**管理层给物管未来五年的指引是每年实现在管建面 70-80% 的增长目标**，对世茂服务而言依旧是时间紧、任务重。

除物业板块外，作为双翼的**酒店**已具备相当的业务拓展能力。至 2020 年上半年，世茂酒店已开业的自持酒店有 22 家，拥有客房数量近 7,200 间，2020 年下半年世茂武夷度假区酒店和香港世茂喜来登酒店将于年内开业。另外世茂酒店轻重并举，世茂酒店与喜达屋资本合作成立世茂喜达，旗下管理 99 家酒店，其中已有 11 家投入运营，88 家在开业筹备中。受疫情影响，期内酒店 EBITDA 1 亿元，同比减少 65.2%，**EBITDA 率为 22%**。最后的商业板块，世茂目前已进驻 28 个城市，拥有 51 个商业项目，其中 28 个已开业，23 个筹备中；2020 年上半年商业 EBITDA 为 4.5 亿元，同比增加 11.8%。随着酒店和商业板块持续发展投入，未来谋求分拆上市可期。

世茂直到 2017 年才真正发力商业，重新梳理产品线，而目前商业采用租售并举模式。散售商铺不利于统一招商及运营，不利于商业品牌的建立，再加上酒店普遍面临盈利难、资金积压等问题，管理层未来五年商业酒店板块愿景仍存挑战。

附表：2018-2020 年中期世茂集团财务指标

指标分类	指标体系	2018	2019	2019H	2020H	同比/变动
规模性指标	全口径销售金额（亿元）	1761	2601	1003	1105	10.10%
	物业结转收入（亿元）	809	1053	532	615	15.46%
	新增土地建面（万平）	1615	3092	1412	1232	-12.77%
	拿地权益比	63.01%	58.40%	62.87%	59.49%	-3.37pct
	拿地销售比	0.47	0.60	0.79	0.59	-20.03pct
盈利性指标	毛利润	269.49	341.31	170.20	195.12	14.64%
	净利润	123.11	163.80	75.69	80.02	5.72%
	归母净利润	88.35	108.98	51.05	52.13	2.11%
	归母净利润（核心）	85.51	104.78	53.09	61.58	15.99%
	毛利率	31.52%	30.61%	30.09%	30.23%	+0.14pct
	净利率	14.40%	14.69%	13.38%	12.40%	-0.99pct
	归母净利率	10.33%	9.77%	9.03%	8.07%	-0.95pct
	归母净利率（核心）	14.60%	14.10%	13.70%	13.30%	-0.40pct
	每股基本盈利（元）	2.65	3.31	1.55	1.53	-1.67%
抗风险指标	现金（亿元）	495.77	596.23	522.34	699.21	33.86%
	现金短债比	1.58	1.62	1.63	1.77	8.45%
	长短期债务比	2.49	2.44	2.60	2.57	-1.25%
	净负债率	56.57%	57.35%	56.82%	54.11%	-2.72pct
	净负债率（永续债为负债）	64.54%	63.90%	64.36%	60.68%	-3.68pct
	平均借贷利率	5.80%	5.60%	5.60%	5.50%	-0.10pct
运营效率指标	ROA	2.58%	2.57%	1.29%	1.03%	-0.26pct
	ROE	15.12%	17.37%	8.41%	7.44%	-0.97pct
	资产杠杆率	359%	404%	374%	414%	+40.57pct
	营销及管理费用率	3.10%	3.45%	4.16%	4.71%	+0.55pct

注：核心净利率为扣除汇兑损益、收购收益、若干资产减值亏损计提与拨回、若干资产公允价值调整后的税后净利；

销管费用率=销售及管理费用/期内操盘金额；资产杠杆率=总资产/净资产

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理